

### Cenário Econômico

#### Covid ofusca fim do “early cycle”

A recessão global causada pela pandemia de Covid foi seguida por uma fase de intensa recuperação da atividade econômica, graças à ação de governos e bancos centrais e às vacinas que foram se tornando disponíveis. Neste processo, à medida que a folga na utilização de recursos vai se esgotando, o crescimento desacelera e começam a surgir sinais de pressão inflacionária, o que direciona os bancos centrais a retirarem os estímulos que foram dados. O chamado “early cycle” vai ficando para trás e, nesta nova fase do ciclo com crescimento econômico um pouco mais moderado e maior preocupação com a inflação, a forma como os principais bancos centrais irão retirar os estímulos é um elemento central para o comportamento dos mercados.

Até o momento, a comunicação e implementação dessa retirada de estímulos têm sido eficiente, o que permitiu que, embora a um ritmo mais lento, boa parte dos mercados acionários e de commodities ainda se mantivessem em tendência de alta – o que, aliás, é característico desta nova fase do ciclo. Nas economias emergentes, onde o processo de normalização monetária já está mais avançado devido às pressões nas expectativas inflacionárias, é também típico desta fase do ciclo que as curvas de juros percam inclinação, as moedas se desvalorizem e, no mercado de crédito (soberano e corporativo), que alguns segmentos comecem a oferecer oportunidades.

Foi neste contexto de fim do “early cycle” que novas preocupações com relação à Covid, que pareciam estar no retrovisor, reapareceram e colocaram em xeque os cenários traçados até então. A primeira preocupação surgiu com a nova onda de casos em alguns países da Europa (aparentemente associada à população não-vacinadas), o que contribuiu para o enfraquecimento do Euro e para uma performance relativa mais fraca dos mercados acionários europeus com relação aos EUA. A segunda e mais preocupante, veio da nova variante do vírus surgida na África do Sul – que em teoria estaria mais propensa a escapar dos efeitos da imunização – o que levou a um movimento mais generalizado de aversão a risco nos mercados globais.

Embora toda a comunidade internacional esteja muito mais preparada para lidar com uma situação de pandemia, o que em tese limita o efeito sobre a atividade econômica, a possibilidade de interrupção do ciclo econômico tornou-se concreta neste mês de novembro, a depender da capacidade de transmissão da nova variante e da sua resistência às vacinas existentes. Por outro lado, se os atuais focos de Covid arrefecerem e se a nova variante se mostrar pouco ameaçadora, antevemos uma recuperação dos ativos a tendência. Nesse sentido, proteções e exploração de elos mais vulneráveis para um possível recrudescimento da pandemia fazem sentido na alocação de portfólios.

No Brasil, antes de surgirem estas novas preocupações com a Covid, observamos durante novembro uma performance relativa positiva com relação a boa parte dos mercados emergentes. O contexto era de uma assimetria positiva nos preços dos ativos (como bolsa, títulos de renda fixa e moeda) que estavam descontados devido aos ruídos fiscais, o que acabava se contrapondo às forças negativas do fim do “early cycle” sobre os mercados emergentes. Com as novas preocupações com Covid, em que pesem os efeitos negativos trazidos pelo aumento generalizado da aversão a risco nos mercados, acreditamos que o

Brasil segue relativamente bem-posicionado devido à alta exposição prévia da população à doença e à vacinação em nível avançado.

## Comentário de Desempenho

### Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de +0.09% no mês de novembro. Acumula nos últimos 12 meses -2,74% e +5,99% desde o início.

O desempenho positivo do período foi resultado, principalmente, da alocação aplicada em juros reais e nominais no Brasil, além dos *hedges* (via opções) em petróleo e Ibovespa. Já as perdas concentraram-se na carteira base comprada de ações e na posição tomada em *treasuries*.

Em novembro observávamos uma razoável recuperação da bolsa brasileira em relação a outros mercados emergentes até o surgimento da variante Ômicron. Apesar do ambiente macro (inflação, risco fiscal, etc) não ter apresentado evolução considerável, entendemos que o patamar de preços já embute uma boa assimetria de risco, motivo pelo qual fizemos aumentos marginais em algumas empresas. Do lado micro, a conclusão da safra de resultados mostrou continuidade do processo de recuperação das cias, porém, com perda de ímpeto na margem. Na carteira destacamos o desempenho positivo de Movida (MOVI3) e Bradespar (BRAP4), enquanto as principais perdas foram nas posições de Grupo Mateus (GMAT3) e B3 (B3SA3). Encerramos o período com alocação líquida comprada de 32% na bolsa brasileira e 2% na bolsa americana.

Em renda fixa continuamos com a posição tomada em juros americanos (vértice de 10 anos), sem posicionamento específico na inclinação da curva. A evolução do processo de *tapering*, inclusive com eventual aceleração, continuam trazendo assimetria positiva para a posição, em nossa visão. Já no mercado local aumentamos a posição aplicada na curva de juros nominais doméstica citada na carta anterior, cujo atual patamar embute um prêmio de risco excessivo e pode se beneficiar num ambiente de i) inflação mais baixa; ii) crescimento mais fraco da economia brasileira (em virtude do aperto de condição financeira) ou até iii) um cenário de desaceleração mais agudo ligado à nova variante do vírus.

Em linha com nossa busca constante por *hedges* em cenários alternativos, também temos opções (*put*) de petróleo para um eventual cenário de piora expressiva da atividade global

Performance Attribution		
	Novembro	2021
<b>Renda Variável</b>	<b>-0,75%</b>	<b>-3,57%</b>
Brasil	-0,47%	-3,24%
Latam	-0,58%	-0,96%
Global	0,31%	0,64%
<b>Volatilidade</b>	<b>0,13%</b>	<b>-0,11%</b>
Brasil	0,13%	0,11%
Latam	0,00%	0,002%
<b>Juros</b>	<b>0,39%</b>	<b>0,84%</b>
Brasil	0,73%	-0,32%
Global	-0,34%	1,15%
<b>Moedas</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,09%</b>
Brasil	0,00%	-0,11%
Latam	0,00%	-0,24%
Global	0,11%	0,44%
<b>Caixa</b>	<b>0,42%</b>	<b>2,16%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,22%</b>	<b>-2,62%</b>
<b>Outros</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,02%</b>
<b>Total</b>	<b>0,09%</b>	<b>-3,18%</b>

em função da nova variante Ômicron. Este cenário de piora em W já havia sido objetivo de debate interno e o petróleo aparece como ativo com pior assimetria nesta hipótese.

Por fim, em moedas mantivemos nossa posição de BRL x EUR baseada nos fundamentos já discutidos anteriormente, isto é, (i) bom *carry* e patamar já muito depreciado da moeda brasileira; e (ii) dólar mais forte globalmente, especialmente contra o EUR (diferencial de crescimento e *tapering* a favor do USD).

### Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de -3,97% no mês de novembro. Acumula nos últimos 12 meses -11,88% e +41,60% desde o início.

Como já abordamos, o mercado de renda variável doméstico segue muito pressionando pelo aumento expressivo dos riscos macroeconômicos (inflação, fiscal, política etc.) que, por sua vez, impactam toda curva de juros e o *valuation* das cias. Este cenário, apesar de muito desconfortável, não é novo e se repete de tempos em tempos no Brasil. Fazendo um paralelo com o último momento de stress semelhante (2015/2016) observamos algumas diferenças, tanto positivas quanto negativas.

No aspecto positivo podemos destacar o grau de alavancagem muito inferior no período atual vs última crise. Dessa forma, é bastante improvável que observemos cias listadas caminhando para insolvência que caracterizou o último período de *stress*. Este fator por si só já reduz de forma agregada a probabilidade de perda permanente no investimento em ações atualmente, independentemente do grau de recuperação à frente.

Por outro lado, no aspecto negativo, é importante notar o grau de concentração dos lucros corporativos no Brasil. Tomando-se como exemplo o índice Bovespa notamos que mais de 60% de todo lucro do índice advém de apenas 5 cias (VALE, Petrobrás, Itaú, Bradesco e Banco do Brasil), ou seja, há uma dependência de pouquíssimas empresas quando observamos indicadores de forma agregada na bolsa brasileira. Este grau de concentração sem dúvida não é saudável e para acreditarmos em uma recuperação mais consistente da bolsa brasileira será preciso ver uma recuperação de lucros mais disseminada em outros setores/empresas, fato que ainda não ocorreu no pós-pandemia.

Com relação à carteira, permanecemos com posições semelhantes ao mês anterior, com destaque para nosso posicionamento em mineração, serviços financeiros, *rental* (pesados e leves), *e-commerce* e saúde. Finalizamos o período com uma alocação líquida comprada em renda variável em torno de 96% (88% Brasil e 8% em bolsa americana) e com posições em outros mercados (semelhantes às descritas para o fundo de retorno absoluto) que auxiliam no equilíbrio do portfólio, inclusive o *hedge* com *puts* de petróleo.

Retorno Absoluto	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Victory FIC FIM	0.09%	-3.18%	-2.74%	-2.01%	5.99%	R\$ 56,494,536	05/03/18
% CDI	15.01%	-	-	-	17.53%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	-3.97%	-16.58%	-11.88%	4.62%	41.60%	R\$ 59,389,868	03/29/18
IPCA + 6% a.a.	1.56%	15.33%	17.47%	29.80%	51.96%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	0.59%	3.61%	3.78%	6.88%
IBOVESPA	-1.53%	-14.37%	-6.41%	-5.84%
IPCA + 6%	1.56%	15.33%	17.47%	29.80%



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de recomendação de investimentos, oferta ou distribuição de cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário por parte da Trafalgar. A Trafalgar não comercializa nem distribui cotas de Fundos de Investimentos. Os fundos citados neste material podem ter suas cotas comercializadas por vários distribuidores, o que pode gerar diferenças de horários e valores mínimos para aplicação ou resgate, e telefones para atendimento ao cliente. Verifique com o Distribuidor se a

liquidação financeira e conversão dos pedidos de aplicação e resgate destes fundos ocorrem em data diversa do respectivo pedido. A Trafalgar não se responsabiliza por quaisquer danos decorrentes da utilização das informações contidas neste material por terceiros. Este material pode conter informações destinadas a destinatário(s) específico(s) e com propósito(s) específicos. Caso você não seja o receptor correto, solicitamos que desconsidere este material e comunique imediatamente o remetente sobre o equívoco. É proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes nesse material. Caso exista alguma dúvida sobre as informações aqui contidas, favor contatar seu distribuidor e/ou consultor. Os fundos citados são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários CVM (Serviço de atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)). A aplicação em fundos de investimento apresenta riscos para os investidores, podendo resultar em significativas perdas patrimoniais e a consequente perda do capital aplicado. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. Leia o regulamento e a lâmina de informações essenciais antes de investir e para mais informações consulte o website do administrador ([www.intrag.com.br](http://www.intrag.com.br)) e da [cvm](http://www.cvm.gov.br) ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)). Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de taxa de saída (quando aplicável). Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Estes fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos são administrados pela Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda (CNPJ: 62.418.140/0001-31) e sua custódia, tesouraria e escrituração de cotas é de responsabilidade do Itaú Unibanco S.A. (CNPJ: 60.701.190/0001-04). Dúvidas, reclamações e sugestões, fale com o seu distribuidor. Se necessário, entre em contato com o administrador (11) 3072-6109, dias úteis, das 9 às 18h, ou utilize o SAC Itaú 0800 728 0728, todos os dias, 24h, ou o Contato ([www.intrag.com.br](http://www.intrag.com.br)). Se desejar a reavaliação da solução apresentada após utilizar esses canais, recorra à Ouvidoria Corporativa Itaú Unibanco 0800 570 0011, dias úteis, das 9 às 18h, Caixa Postal nº 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala 0800 722 1722, disponível 24h todos os dias.

**Trafalgar Victory FIC FIM** (CNPJ: 28.581.175/0001-59); Classificação Anbima: Multimercado Estratégia Macro; Objetivo: buscar a valorização de suas cotas no longo prazo, preferencialmente através de aplicações em cotas de fundos de investimento de diversas classes que investem em ativos financeiros de diferentes naturezas, riscos e características, conforme previsto em Regulamento do fundo; Público-alvo: investidores em geral que estejam dispostos a aceitar os termos e condições descritas no regulamento do fundo e legislação em vigor; Cota de aplicação: D+1 (cota de fechamento / dias úteis), cota de resgate: D+30 (cota de fechamento / dias corridos), liquidação do resgate: D+1 (dias úteis) da cota do resgate; Tributação: Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo (para possibilitar o benefício das alíquotas decrescentes de IRF concedidas aos cotistas de fundos classificados como Longo Prazo, conforme previsto na legislação, a Trafalgar buscará manter a carteira com prazo médio superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias. Todavia, caso este objetivo não seja atingido, haverá alteração do tratamento tributário dos cotistas e consequente pagamento de IRF com alíquotas mais altas, conforme regulamento do FUNDO e legislação em vigor).

**Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** (CNPJ: 41.360.111/0001-96); Classificação Anbima: Ações Ativo Livre; Objetivo: buscar a valorização de suas cotas no longo prazo, preferencialmente através das aplicações de seus recursos em cotas de fundos de investimento classificados como "Ações", conforme previsto no Regulamento do fundo; Público-alvo: investidores qualificados que estejam dispostos a aceitar os termos e condições descritas no regulamento do fundo e legislação em vigor; Cota de aplicação: D+1 (cota de fechamento / dias úteis), cota de resgate: D+30 (cota de fechamento / dias corridos), liquidação do resgate: D+2 (dias úteis) da cota do resgate; Tributação: Renda Variável. O fundo Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA ("ROYAL") foi constituído a partir da incorporação da parcela cindida do fundo Trafalgar Royal Long Bias Latam FIC FIA (CNPJ: 26.406.529/0001-01) ("ROYAL LT") ocorrida em 07-jun-2021. O fundo Trafalgar Royal Long Bias Master FIA (CNPJ: 41.301.308/0001-54) ("ROYAL MASTER"), fundo investido pelo ROYAL, foi constituído a partir da incorporação da parcela cindida do fundo Trafalgar Royal Long Bias Latam Master FIA (CNPJ: 26.470.533/0001-20) ("ROYAL MASTER LT"), fundo investido pelo ROYAL LT, ocorrida em 07-jun-2021.